

体验营销龙头，布局数字新零售

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司是 A 股首家独立上市的经验营销服务提供商，覆盖全国 1500 余城市，竞争优势显著。随着广告市场回暖、汽车与快消品市场的增长，公司整体经营业绩向好。公司积极布局新零售业务，实现翻倍增长，发展潜力巨大。
- 广告市场活力回归，汽车、快消品市场稳定增长。** 国内疫情逐步好转，疫情防控常态化，广告市场逐渐回归疫情前水平。汽车行业受益于政策推动，在销量连续下滑三年之后，再次回到上升周期，10 月份汽车销量实现环比 0.1%、同比 12.5% 的增长；快消品市场增速放缓，但始终保持稳定增长态势。公司在垂直行业具备领先业务规模和品牌效应，下游复苏将带动公司相关业务快速发展。
- 线下营销价值重估，体验营销契合行业痛点。** 线上获客成本增加，线下营销重新得到品牌主重视。体验营销能有效的触达消费者，帮助品牌主实现从营销到销售的闭环，叠加 VR 技术走进消费领域，体验营销或成为行业新增长点。作为体验消费龙头企业，有望充分受益。
- 深耕体验营销，大力发展数字化新零售业务。** 公司成立伊始便深耕体验营销，拥有覆盖全国 1500 余城市的执行网络，已构筑极强竞争壁垒。借助既有优势，公司积极向上游扩展数字营销业务，向下游渗透销售业务。公司成立数字化零售事业部，与阿里巴巴、京东、拼多多等行业巨头开展合作，帮助多个大型快消品客户通过线上渠道提升销量。公司数字化零售业务发展迅猛，2020 年上半年实现营收 3.3 亿元，同比增长 102%。
- 科技赋能“营”“销”结合，全链路布局拓展业务生态。** 公司积极布局线下数字化提升精准营销能力，沉淀海量数据，帮助品牌商实现精准投放。未来公司将引入更多的 MarTech 新技术，打通线上线下，通过数据和技术，全面推进“营”与“销”有机结合的数字智能化战略，通过私域流量实现更广阔的消费者触达，实现低成本、低风险、高效率的品牌孵化。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.6 亿、2.4 亿和 2.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.37 元、0.56 元和 0.67 元。公司是首家独立上市的经验营销公司，竞争壁垒深厚，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧的风险，下游客户需求变动的风险，业务开拓不及预期的风险，核心人才流失的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3235.54	3371.66	4187.83	4908.05
增长率	24.21%	4.21%	24.21%	17.20%
归属母公司净利润(百万元)	220.49	156.52	237.25	284.39
增长率	14.64%	-29.01%	51.58%	19.87%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.37	0.56	0.67
净资产收益率 ROE	13.81%	9.29%	12.55%	13.37%
PE	48	68	45	37
PB	6.69	6.33	5.64	5.01

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱
执业证号: S1250519080006
电话: 010-58251921
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.23
流通 A 股(亿股)	1.28
52 周内股价区间(元)	19.56-40.98
总市值(亿元)	106.23
总资产(亿元)	24.16
每股净资产(元)	3.88

相关研究

目 录

1 公司概况：以科技驱动新场景的综合营销服务集团	1
2 行业分析：广告市场活力回归，科技赋能体验营销	3
2.1 疫情防控常态化，广告市场回暖	3
2.2 汽车行业景气度提升，快消品市场稳定增长	4
2.3 强交互性契合行业痛点，全域营销成为新趋势	5
3 公司分析：从体验营销着手，建立完整营销生态	6
3.1 管理团队经验丰富，职能部门深化转型	7
3.2 客源优质稳定，立体化开拓市场	8
3.3 深耕体验营销，上下游拓展全链路布局	9
3.4 积极引入前沿技术，“营”“销”结合打造护城河	14
4 盈利预测与估值	15
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2016 年以来主营业务营收情况.....	2
图 4: 公司 2016 年以来主营业务毛利情况.....	2
图 5: 公司 2016 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2016 年以来归母净利润及增速.....	2
图 7: 公司 2016 年以来毛利率及净利率变化.....	3
图 8: 公司 2016 年以来分业务毛利率变化.....	3
图 9: 2019 年 9 月-2020 年 9 月广告市场刊例花费同比及环比变化.....	3
图 10: 2020 年国内月度汽车销量及同比环比变化.....	4
图 11: 近十年中国社会消费品零售总额及增长率.....	5
图 12: 营销服务五大阶段.....	5
图 13: 公司业务目标.....	6
图 14: 2020 SHOP!大中华大奖赛, 公司斩获一金二银.....	6
图 15: 以 SAP 为核心系统的业财一体化 ERP 信息平台.....	8
图 16: 公司部分大型客户.....	8
图 17: 东风本田 B 级车展.....	10
图 18: 东风日产“全城大闯关”项目.....	10
图 19: 别克昂科威“强者 U 乐园”项目.....	11
图 20: 雪佛兰—迪士尼汽车体验馆“创界: 数字挑战”项目.....	11
图 21: 一汽丰田西北大区广告服务.....	12
图 22: 2019 蓝妹圣诞活动通过微信、抖音、KOL 等联动官微进行宣传.....	12
图 23: 公司执行网覆盖全国.....	13
图 24: 零售终端智能货架检测系统.....	13
图 25: 零售通运营模式.....	13
图 26: 科技驱动公司“营”与“销”结合.....	14

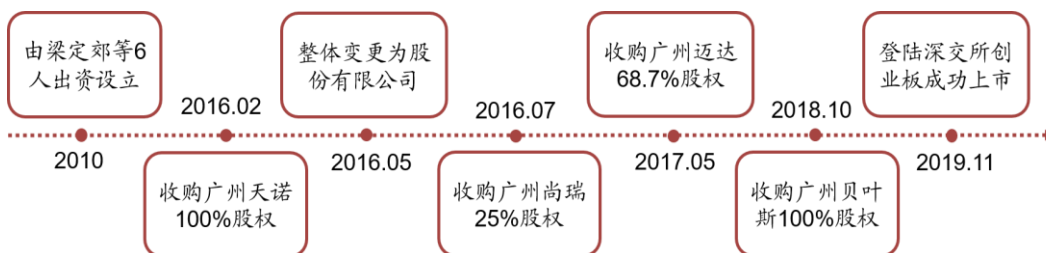
表 目 录

表 1: 2020 年“放宽限购, 增加配额”相关政策(部分).....	4
表 2: 公司核心创始人团队.....	7
表 3: 公司互动展示业务服务与典型案例.....	9
表 4: 分业务收入及毛利率.....	15
表 5: 可比公司相对估值.....	15
附表: 财务预测与估值.....	17

1 公司概况：以科技驱动新场景的综合营销服务集团

公司是国内领先以科技驱动的新场景体验营销综合服务供应商，于 2010 年成立，2016 年改制为股份公司，并先后收购广州天诺营销、广州尚瑞、广州迈达等公司。2019 年 11 月，公司正式登陆深交所创业板，成为 A 股首家以体验营销为主营业务的上市公司。未来，公司将利用资本优势，在巩固现有体验营销业务优势的同时进一步投资数字营销等线上营销服务领域，充分把握体验营销行业良好的发展机遇，通过科技打通线上线下，推动营销变革，结合私域运营等新模式，积累沉淀用户数据，迈入新发展阶段。

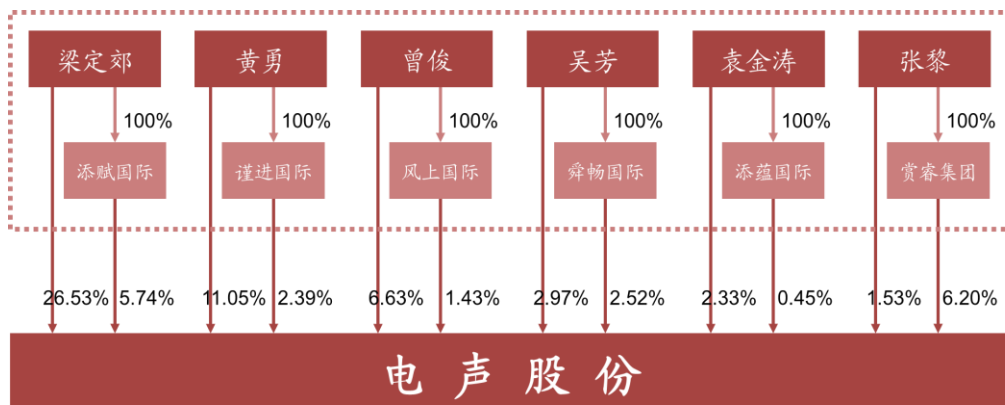
图 1：公司历史沿革



数据来源：招股说明书，西南证券整理

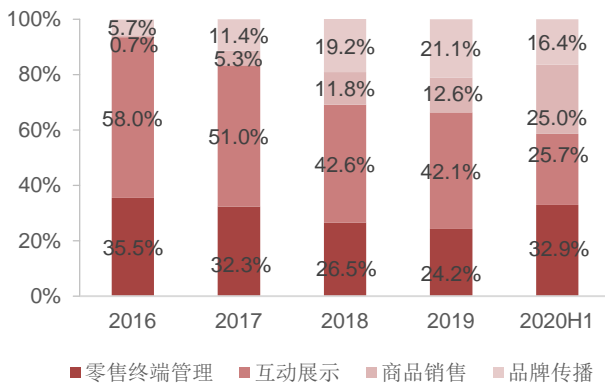
公司股权结构：公司实控人为梁定郊、黄勇、曾俊、吴芳、袁金涛、张黎六人，该六人为公司创始团队，且于 2014 年签订协议成为一致行动人。截至 2020 年三季报，六人直接持股 51.04%，间接持股 18.72%，参投其他公司间接持股 1.27%，合计持股 71.03%。控制权集中，有利于公司决策。

图 2：公司股权结构

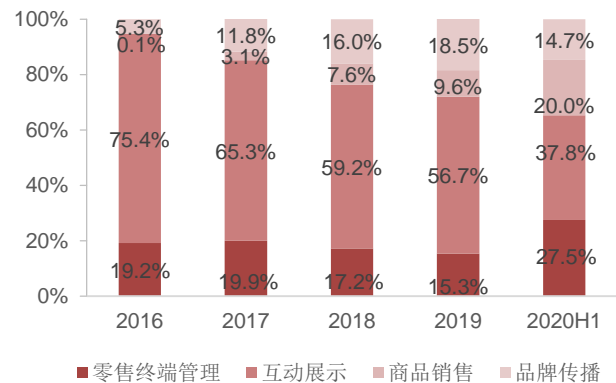


数据来源：公司公告，西南证券整理（数据截至 2020.9.30）

公司主营业务结构：公司主营业务为互动展示、零售终端管理、品牌传播和商品销售，其中，主要收入和利润来源于互动展示和零售终端管理业务。2019年，公司互动展示业务实现营收13.6亿元，营收占比达42.1%；实现毛利3.6亿元，占比56.7%。随着公司业务结构的多元化和产业链的拓展，互动展示业务和零售终端管理业务占比逐渐下降，品牌传播与商品销售营收占比逐渐提升。

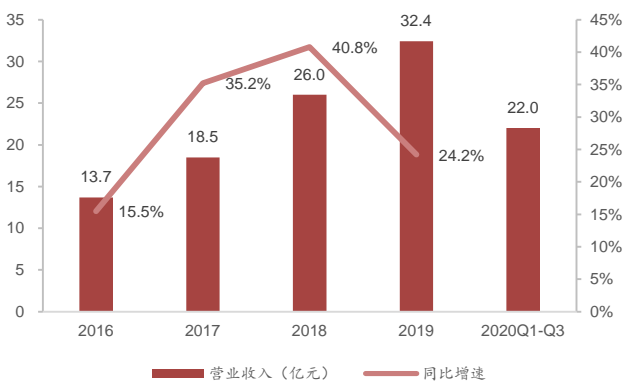
图3：公司2016年以来主营业务营收情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

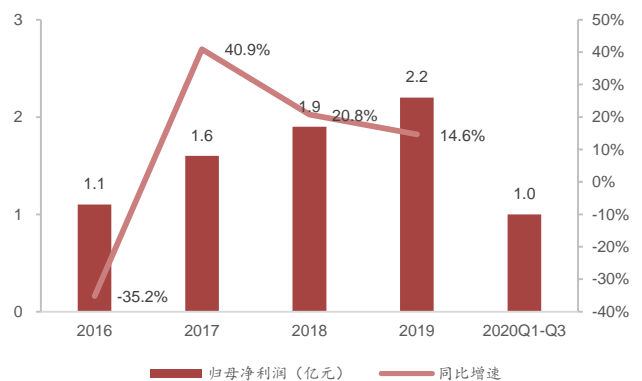
图4：公司2016年以来主营业务毛利情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司业绩状况：近年，公司营收实现快速增长，2017-2019年复合增长率超过30%。2020年，公司积极应对疫情影响，及时调整经营策略，发展数字零售业务等在线业务。2020年前三季度，公司实现营业收入22亿元，同比增长6.6%；实现归母净利润9726万元，同比下滑34.9%，业绩变动的主要原因系疫情期间以线下聚集性营销展示为主的互动展示业务订单减少，部分项目延后实施；公司增加产品研发投入、引进优秀管理人才、建设IT系统等，对公司整体盈利亦造成一定影响。

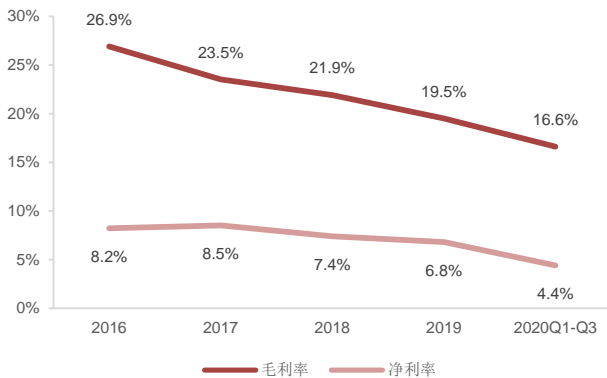
图5：公司2016年以来营业收入及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

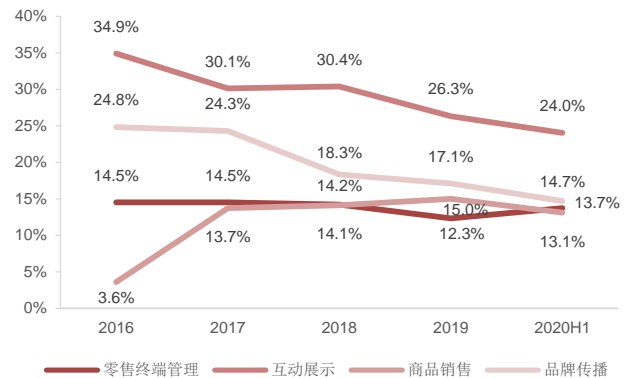
图6：公司2016年以来归母净利润及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司毛利率和净利率略有下滑，来自于公司发展中的业务调整，毛利率较高的互动展示业务收入占比下降，相对毛利率较低的商品销售业务、品牌传播业务占比上升。

图 7：公司 2016 年以来毛利率及净利率变化


数据来源：iFinD，西南证券整理

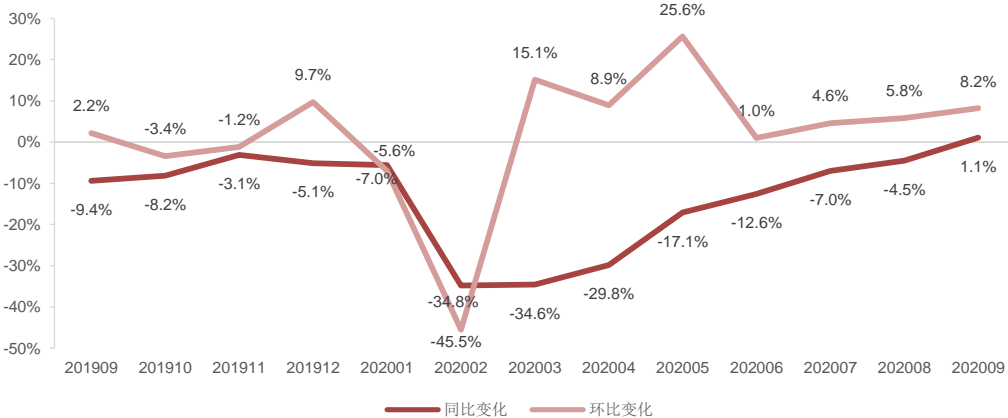
图 8：公司 2016 年以来分业务毛利率变化


数据来源：iFinD，西南证券整理

2 行业分析：广告市场活力回归，科技赋能体验营销

2.1 疫情防控常态化，广告市场回暖

2020 年，新冠疫情对广告市场带来了较大冲击，但随着国内疫情的逐步好转，疫情防控常态化，广告市场逐渐回归疫情前水平。虽然整体有所下滑，但从分月表现来看，广告市场的同比降幅正逐步收窄，9 月份的广告市场刊例花费已回归正增长 (+1.1%)。今年 3 月份开始，广告市场环比进入到正增长的状态并且一直持续到现在，整体市场向好趋势显著。

图 9：2019 年 9 月-2020 年 9 月广告市场刊例花费同比及环比变化


数据来源：CTR 媒介智讯，西南证券整理

2.2 汽车行业景气度提升，快消品市场稳定增长

11月18日，国务院常务会议正式召开，会议中指出，今年消费遭受疫情严重冲击，恢复正常增长有不少困难。要按照党中央、国务院部署，实施扩大内需战略，进一步促进消费。其中，促进汽车消费成为拉动内需的重要一环。随着提振汽车消费政策的稳步、持续推进，中国汽车市场销量在连续下滑三年之后，有望重回上升通道，整个行业再次进入上行周期。

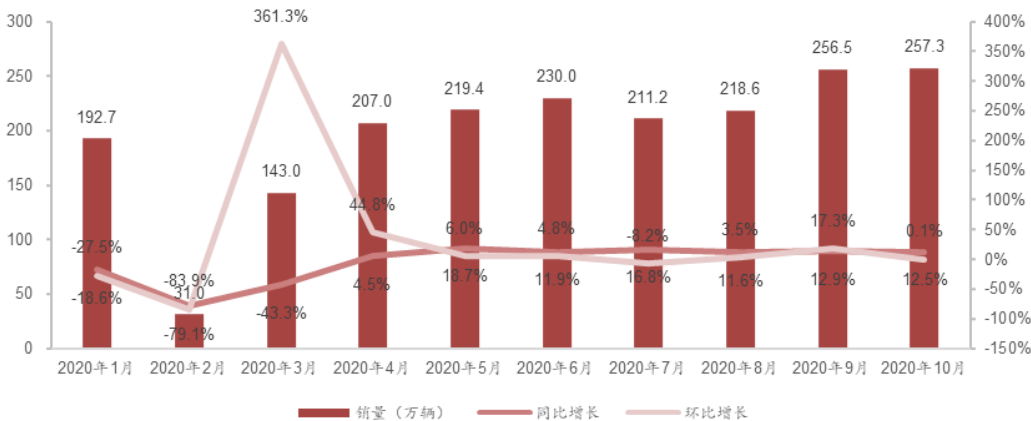
表 1：2020 年“放宽限购，增加配额”相关政策（部分）

发布部门	政策内容
工信部	《关于有序推动工业通信业企业复工复产的指导意见》：积极稳定汽车等传统大宗消费，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额，带动汽车及相关产品消费。
国家发改委、公安部等 23 个部门	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》：促进汽车限购向引导使用政策转变，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌限额。
商务部、国家发改委、国家卫生健康委	《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》：实施汽车限购措施地区的商务主管部门要积极推动优化汽车限购措施，稳定和扩大汽车消费。
中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》：要积极推进汽车限购向引导使用政策转变，进一步释放汽车消费空间。

数据来源：公开资料，西南证券整理

根据中国汽车工业协会数据，2020年10月我国汽车产销分别达到255.2万辆和257.3万辆，环比增长0.9%和0.1%，同比增长11.0%和12.5%，汽车市场需求延续了快速增长势头，当月产销环比和同比均保持增长。从行业发展态势看，随着消费信心的持续回升，叠加“双十一”、车展以及新能源汽车下乡等活动的拉动，市场需求的恢复仍将保持稳中向好的态势。

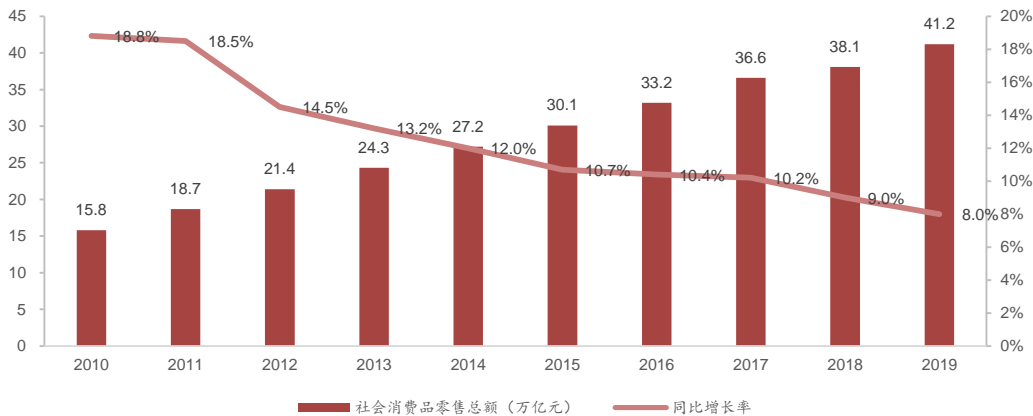
图 10：2020 年国内月度汽车销量及同比环比变化



数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

根据国家统计局数据，2019年我国社会消费品零售总额达41.2万亿元，增长率略有放缓，但始终维持增长态势。整体来看，我国快速消费品行业逐渐步入稳定增长期，厂商之间的竞争激烈程度或将提升。

图 11: 近十年中国社会消费品零售总额及增长率



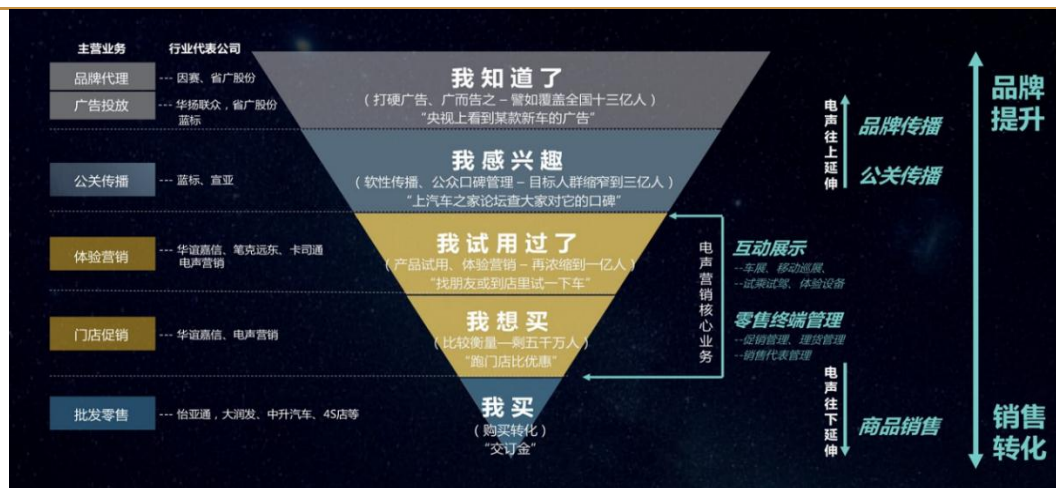
数据来源: 国家统计局官网, 西南证券整理

2.3 强交互性契合行业痛点, 全域营销成为新趋势

新冠疫情影响下, 广告流量逐步向线上倾斜, 导致线上获客成本逐渐提升, 线下营销再次得到品牌主的重视。以消费者运营为核心, 融合线上线下渠道的全域营销逐渐成为营销行业发展的新趋势。

以消费者对品牌、产品的认知、熟悉、考虑到最终购买的转化过程作阶段划分, 可将营销服务划分成五个阶段, 不同阶段的营销活动都会给消费者带来不同程度的感受及体验, 这些感受及体验随着阶段的深入逐级递进, 最终实现产品销售的达成。第一阶段即广而告之 (品牌传播、广告投放), 第二阶段为口碑管理 (公关传播), 第三阶段及产品试用 (体验营销), 第四阶段为零售终端促销 (零售门店促销), 第五阶段即购买 (批发零售)。

图 12: 营销服务五大阶段



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

其中, 体验营销能有效的触达消费者, 帮助品牌主实现从营销到销售的闭环, 同时 VR 等新技术带来的高沉浸感与实时互动与营销的需求高度契合。随着 VR 技术逐步走进消费领

域，增强体验感成为了当今互联网商业中新的增长点。消费者可以足不出户便可感受到产品或服务带来的逼真体验，这将大大提高消费者对产品或品牌的信任度和依赖感，从而达到带动消费的目的。

3 公司分析：从体验营销着手，建立完整营销生态

公司自成立以来便深耕体验营销行业，一直致力于结合各种成熟的新型科技手段，将其跨界应用到体验营销领域，并配合强大的创意能力和全国执行网络覆盖能力，围绕消费者构建消费新场景、缔造消费新体验，帮助品牌商实现从营销到销售的闭环，提升品牌价值、拉动产品销量，最终实现促进消费需求升级、推动消费渠道下沉的社会价值。

图 13：公司业务目标



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司通过多年的营销实战与积淀，取得了良好的市场反馈。截至目前，公司累计获得 150 余项奖项，连续两年通过中国广告协会 CNAA 一级广告企业认证，2020 年被广州市广告行业协会授予“2019 年度广州广告业十佳广告公司”称号，并被评为“2019 年度 AAA 信用等级评价企业”。

图 14：2020 SHOP!大中华大奖赛，公司斩获一金二银



数据来源：官方公众号，西南证券整理

3.1 管理团队经验丰富，职能部门深化转型

公司六名核心创始团队深耕线下体验营销领域多年，对营销服务行业拥有非常深刻的理解。其中，四人曾任职宝洁，成功将快消品渠道销售管理模式引入到新兴的汽车市场。公司具备较强的前瞻性，具有丰富的行业经验，打造先发优势。

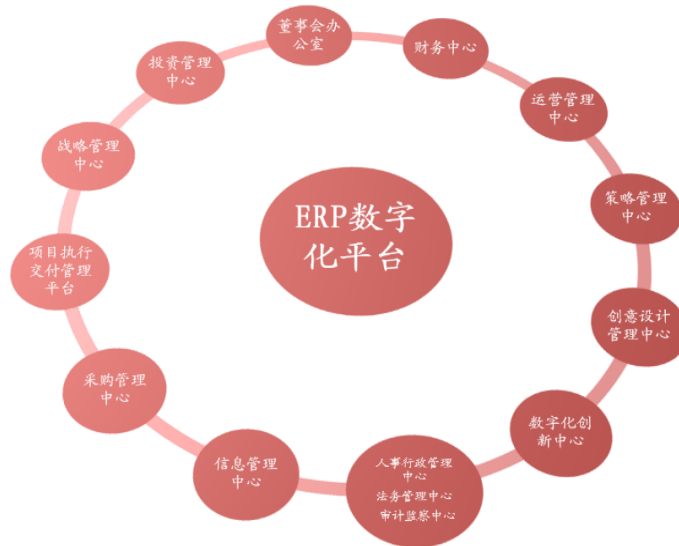
表 2：公司核心创始人团队

创始人	
梁定郊	1995年毕业于华南理工大学机械设计与制造专业；1995年至2000年任广州宝洁有限公司助理品牌经理、品牌经理；2001年至2003年任广州市夏岭广告有限公司总经理；2003年至2010年先后任闪创广告、闪创文化总经理；2010年至今先后任电声营销总经理、副董事长、董事长。
黄勇	1999年毕业于南京大学企业管理专业；1999年至2001年任广州宝洁有限公司助理品牌经理；2001年至2003年任广州市夏岭广告有限公司副总经理；2003年至2010年先后任闪创广告、闪创文化副总经理；2010年至今先后任电声营销副总经理、总经理、董事。
曾俊	1999年毕业于华南理工大学食品工程、国际贸易专业，获双学士学位；1999年至2002年任广州宝洁有限公司助理品牌经理；2002年至2003年任喜力贸易中国有限公司市场经理；2003年至2004年任乐百氏有限公司高级品牌经理；2004年至2010年先后任闪创广告、闪创文化客户总监；2010年至今先后任电声营销董事、副总经理、第三事业部总经理。
吴芳	1992年毕业于复旦大学医学院公共卫生专业，2017年获得中欧国际工商学院工商管理硕士；1992年至1995年任上海口腔医院住院医师；1995年至2000年任广州宝洁有限公司市场推广经理；2000年至2004年任安家集团副总经理；2004年至2006年先后任闪创广告、闪创文化客户总监；2006年至2010年任闪创广告上海分公司总经理；2010年至今先后任电声营销董事、副总经理、综合事业部总经理。
袁金涛	1999年曾就读于广东工业大学市场营销专业；1999年至2001年任广东省白马广告有限公司创意设计主管；2001年至2004年任广州市闪创计算机科技有限公司总经理；2004年至2010年先后任闪创广告、闪创文化创意总监、副总经理；2010年至今先后任电声营销副总经理、综合事业部副总经理、监事、第三事业部副总经理。
张黎	1999年毕业于湖南商学院国际贸易与市场营销专业；2000年至2006年先后任广州夏岭广告有限公司客户主任、客户经理、客户总监；2006年至2010年先后任闪创广告、闪创文化客户总监；2010年至今先后任电声营销董事、副总经理、汽车事业部总经理。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

从 2015 年起，公司逐步推行事业部改制，将原公司总部职能中心向事业部进行下沉，积极推进组织管理变革，打造扁平化、矩阵式事业部管理机制，强调资源与能力一体化协同。公司各业务团队在执行项目时具有更强的灵活性与积极性，也具有较高的运营效率。同时，公司以 SAP 系统为核心，打造全新规划的 ERP 信息平台，实现业务流程的数字化重构，利用数据驱动业务发展、精细化管理，对职能平台实施集团化专业化分工。

图 15: 以 SAP 为核心系统的业财一体化 ERP 信息平台



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 客源优质稳定, 立体化开拓市场

公司与华为、中粮集团、箭牌、雀巢、卡姿兰、一汽、广汽、别克等多个知名品牌形成长期稳定的合作。针对这些大型客户, 公司的策略为挖掘客户现有营销服务需求, 通过提供一站式营销服务来拓展合作业务范围和业务量, 扩大既有客户市场营销预算中的占有率。

图 16: 公司部分大型客户



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

自 2019 下半年起, 公司积极开展与知名医药企业的营销服务合作; 同时新增对招商银行等金融行业客户的覆盖, 有望为企业发展注入新活力。公司未来将在原有行业战略客户的纵向深耕的基础上, 积极进入更多新兴行业, 实现对更多行业的横向覆盖。

3.3 深耕体验营销，上下游拓展全链路布局

3.3.1 互动展示业务：率先布局体验营销，打造行业壁垒

公司的互动展示业务以体验营销为核心，提供一站式销售配套服务，帮助品牌商实现品牌价值和产品销量双提升。作为行业领先的营销服务商，公司基于品牌商的品牌定位以及传播主体的特征，通过对活动形式和内容的策划，利用展示空间构建、实物展示布局、现场活动策划等多种形式，使消费者更为直观地体验产品效果，参与产品互动，在短时间内全面加深对产品的了解，提升消费者对品牌及产品的认可度，最终实现客户品牌的二次传播及产品的销售。

表 3：公司互动展示业务服务与典型案例

服务名称	典型案例
车展服务	一汽集团 S/A/B 级车展
	东风本田 B/C/D 级车展
移动巡展服务	东风日产“全城大闯关”项目
	雪佛兰移动展厅项目
	东风日产安全驾驶体验营项目
	通用别克移动售后服务站项目
试乘试驾服务	嘉士伯乐堡啤酒大篷车路演项目
	Jeep“全路况体验日”项目
	别克昂科威“强者 U 乐园”项目
	沃尔沃 CBD 场地试驾项目
体验设备营销服务	东风日产“奇骏魔盘”项目
	东风日产—科学中心合作展示项目
	雪佛兰—迪士尼汽车体验馆“创界：数字挑战”项目
	东风日产“智能城市”、“翼装飞行”项目

数据来源：招股说明书，西南证券整理

1) 车展：公司具备丰富的车展设计与执行经验，能够结合企业品牌的传播特点，针对不同规模级别的车展，为客户提供展具设计、执行规划、现场运营、报告反馈等全链条服务。公司基于客户的需求，为消费者创造科技含量丰富的沉浸式汽车体验场景，使消费者能够直观了解产品特点，有效提升销售转化率。

图 17: 东风本田 B 级车展


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2) 移动巡展：公司根据品牌商品品牌特性及目标消费群体的生活习惯，在行业内创新性应用铝合金灵动部件、巡展车液压改装技术等，使得巡展展厅搭建速度更快、损耗更小，帮助汽车品牌商将大量体验营销活动渗透到全国各级城市，大大扩展了销售网点的广度和体验场景的深度。

图 18: 东风日产“全城大闯关”项目


数据来源：招股说明书，西南证券整理

3) 试乘试驾：公司结合消费者试驾需求，以及车辆产品性能、产品特点和消费群体图谱，打造个性化试驾体验场景。公司具备国内少有的能够在商圈广场等客流量大、场地空间小的特定场景开展试乘试驾活动的的能力，使试乘试驾体验走进大众日常生活场景；同时应用多种新型技术手段，吸引消费者对产品驾驶操控性、安全性、技术性等特点进行深入体验。

图 19: 别克昂科威“强者 U 乐园”项目



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

4) 体验设备: 公司通过将前沿科技与新颖创意相结合, 结合客户品牌特性, 以互动游戏、模拟体验等方式为消费者展示产品特性以及体验产品使用效果。

图 20: 雪佛兰—迪士尼汽车体验馆“创界: 数字挑战”项目



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.3.2 品牌传播: 打造线上主动式营销平台, 通过数字营销为线下终端引流

公司通过二次开发将前沿技术应用于营销领域, 并对传统业务进行更新迭代, 在前沿技术的营销应用、效果量化等方面取得良好效果。公司为各汽车销售门店构建了移动网络时代全新的线上主动式营销平台, 帮助客户了解其所处的市场竞争环境、探索品牌价值提升方式, 建立长期竞争优势, 根据品牌商的要求和广告内容, 选择特定的目标用户和投放区域, 通过文字、图片或视频等形式进行精准广告投放, 使品牌商的产品得以宣传推广。

图 21：一汽丰田西北大区广告服务



数据来源：招股说明书，西南证券整理

数字营销方面，公司通过应用直播、VR/AR 等数字化产品或手段，吸引终端意向消费者群体参与线上互动，将线上潜在消费群体引流至线下终端参与产品体验及购买，同时凭借公司在消费终端获取“一手”信息资源优势，结合数字信息技术实现消费行为取样、提炼、总结，更好地为品牌商的营销决策提供依据和判断标准，帮助品牌商在实现低成本、高效率的品牌传播的同时促进销售目标达成。

公司加强了与线上媒体资源合作，尝试建立名人圈层合作与 KOL 新营销方式，与汽车之家、易车、腾讯以及新媒体今日头条合作，结合多样化的媒体资源，实现线上线下互动引流，向新媒体电商行业进军。2020 年上半年，公司数字营销与媒体投放业务实现营收 1.1 亿元，同比增长 84.6%。未来公司将基于数据洞察、内容营销、多圈层触点等营销渠道布局，构建线上线下全渠道营销网络协同、精准营销、以及交易转化的服务闭环。

图 22：2019 蓝妹圣诞活动通过微信、抖音、KOL 等联动官微进行宣传



数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

3.3.3 零售终端管理：构建强大地推网络，铺垫线下精准营销

公司拥有全国执行网络，发力线下精准营销。目前，公司拥有 268 条路演线路，覆盖 300 余地级市、近 1200 个县域城市，每年举办 8000 场以上的车站及巡展获得以及 300 多万场消费品促销活动，并具有本土化的供应商网络，能够快速响应需求。公司目前已建立覆盖全国约 1500 个城市的零售终端执行网络，并派有专职城市督导对各个门店的促销活动执行及促销人员表现进行监督、辅导，确保执行服务质量。庞大的线下执行网络一方面可以帮助客户品牌下沉并进一步挖掘消费者群体购买力，大量的线下流量收集触点亦可协助收集消费行为数据，打造链接闭环，帮助品牌商进行更精准的消费洞察和投放营销项目产业化。

图 23：公司执行网覆盖全国



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 24：零售终端智能货架检测系统

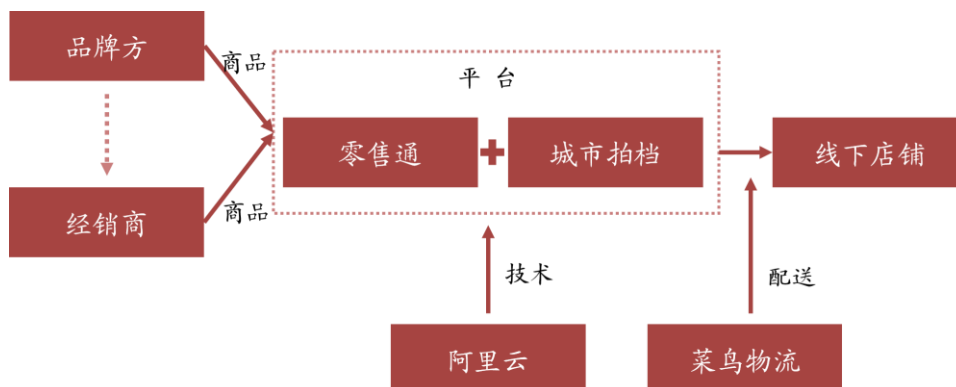


数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.3.4 商品销售：大力发展数字化新零售业务，助力品牌商实现渠道下沉

公司抓住疫情期间旺盛的线上营销需求，大力发展数字化零售场景中的分销和动销业务，并通过在这些业务中获得的数据对客户的营销行为提供洞察、策略决策和更高 ROI 的落地实施。2020 年 4 月，公司成立数字化零售事业部，大力发展数字化新零售业务。除了与阿里巴巴零售通、京东新通路等 B2B 平台合作，也建立了与拼多多等 B2C 平台的新的合作关系，帮助雀巢、玛氏箭牌、ABC、嘉士伯、RIO 等快消品客户通过线上渠道提升销量。

图 25：零售通运营模式



数据来源：易观，西南证券整理

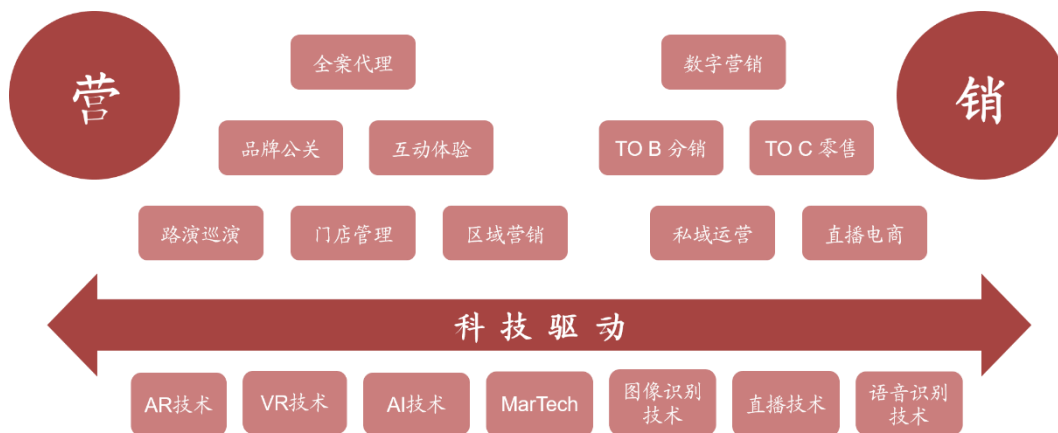
2020 年上半年,公司数字化零售业务实现收入 3.3 亿元,较上年同期增长 102%,其中,2B 业务实现营业收入 2.9 亿元,实现 43.3%的同比增长,2C 业务实现营业收入 4264 万元 (YOY+98.3%)。新型快速消费品零售业务帮助品牌商实现销售渠道向下渗透和延伸,触达大量社区小型零售终端渠道,为品牌商增加分销与动销机会。公司开展的商品销售业务,有助于品牌商进一步拓展销售渠道,同时获取零售市场的销售数据,进而为品牌商提供营销策略的规划建议及优化方案,增加其对公司营销服务的粘度和合作深度。

3.4 积极引入前沿技术,“营”“销”结合打造护城河

公司积极进行技术创新,引入各项前沿技术,打造新技术壁垒。公司近两年创新研发投入均超过 2000 万元,专利、软件著作权等知识产权逐年增加,已在子公司层面规划高新技术企业。截至目前,公司已累计申请 3 件发明专利,拥有 60 余项著作权和 6 件二类专利。

- 在互动展示方面,公司已通过液压技术的创新整合,为品牌商打造了一键展开和复原的巡展车及试乘试驾道具,提升项目的投入产出比;
- 在营销应用方面,公司引入移动智能机器人,应用于各项产品终端,打造智能营销;
- 数字化布局方面,公司与各供应商、高校合作研发各类统计分析平台,实现零售终端货架陈列、汽车展厅客流分布等指标的量化。

图 26: 科技驱动公司“营”与“销”结合



数据来源:公司官网,西南证券整理

未来公司将引入更多的 MarTech 新技术,打通线上线下,通过数据和技术,全面推进营与销有机结合的数字化与智能化战略,并依托强大的品牌矩阵和现有技术优势打造企业护城河;进一步提高直播运营能力和私域流量运营能力,通过私域流量实现更广阔的消费者触达,基于强大的品牌矩阵和运营能力,实现低成本、低风险、高效率的品牌孵化。

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 新冠疫情影响逐步消除, 公司各项业务回到正轨;

假设 2: 下游需求修复, 公司互动展示业务反弹, 2020-2022 年毛利率分别为 24%、26% 和 26%;

假设 3: 数字零售业务保持快速增长态势, 2020-2022 年毛利率分别为 13%、14% 和 14%。

表 4: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
互动展示	收入	1362.5	981.0	1275.3	1504.9
	增速	22.8%	-28.0%	30.0%	18.0%
	毛利率	26.3%	24.0%	26.0%	26.0%
零售终端管理	收入	784.0	901.6	1009.8	1110.8
	增速	13.7%	15.0%	12.0%	10.0%
	成本	1004.5	884.8	990.0	1227.6
	毛利率	12.3%	14.0%	15.0%	15.0%
品牌传播	收入	682.4	716.6	859.9	988.8
	增速	36.7%	5.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	17.1%	15.0%	16.0%	17.0%
数字零售	收入	406.6	772.5	1042.8	1303.5
	增速	32.7%	90.0%	35.0%	25.0%
	毛利率	15.0%	13.0%	14.0%	14.0%
合计	收入	3235.5	3371.7	4187.8	4908.0
	增速	24.2%	4.2%	24.2%	17.2%
	毛利率	19.5%	16.9%	18.3%	18.5%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.6 亿、2.4 亿和 2.8 亿元, 对应 EPS 分别为 0.37 元、0.56 元和 0.67 元。公司是首家独立上市的体验营销公司, 竞争壁垒深厚, 首次覆盖给予“持有”评级。

表 5: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300058.SZ	蓝色光标	6.6	0.29	0.28	0.35	19.81	23.72	19.10
603825.SH	华扬联众	26.39	0.83	1.41	1.96	23.26	18.73	13.48
605168.SH	三人行	202.61	3.74	5.03	7.62	-	40.25	26.60
	中值					21.54	23.72	19.10
	均值					21.54	27.57	19.73

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2020.11.26)

5 风险提示

市场竞争加剧的风险，下游客户需求变动的风险，业务开拓不及预期的风险，核心人才流失的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3235.54	3371.66	4187.83	4908.05	净利润	219.45	155.79	236.14	283.06
营业成本	2603.49	2802.08	3421.20	3999.57	折旧与摊销	10.83	3.69	3.69	3.69
营业税金及附加	9.56	9.96	12.38	14.50	财务费用	-3.98	-2.57	-2.84	-2.97
销售费用	214.59	223.00	277.23	324.81	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	99.73	134.87	167.51	196.32	经营营运资本变动	24.34	32.06	-170.88	-152.77
财务费用	-3.98	-2.57	-2.84	-2.97	其他	-51.76	41.94	5.45	0.56
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	198.88	230.91	71.57	131.57
投资收益	0.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-23.55	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-29.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	288.95	204.32	312.35	375.82	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.27	5.97	6.40	6.26	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	296.22	210.28	318.75	382.07	股权融资	379.49	0.00	0.00	0.00
所得税	76.77	54.50	82.61	99.02	支付股利	0.00	-44.10	-31.30	-47.45
净利润	219.45	155.79	236.14	283.06	其他	6.82	-20.41	2.84	2.97
少数股东损益	-1.03	-0.73	-1.11	-1.33	筹资活动现金流净额	386.30	-64.51	-28.46	-44.48
归属母公司股东净利润	220.49	156.52	237.25	284.39	现金流量净额	555.70	166.40	43.11	87.09
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	777.72	944.12	987.23	1074.32	成长能力				
应收和预付款项	1436.64	1455.97	1814.56	2132.79	销售收入增长率	24.21%	4.21%	24.21%	17.20%
存货	72.36	77.88	93.09	110.17	营业利润增长率	13.38%	-29.29%	52.87%	20.32%
其他流动资产	46.30	1.54	1.92	2.25	净利润增长率	14.10%	-29.01%	51.58%	19.87%
长期股权投资	3.50	3.50	3.50	3.50	EBITDA 增长率	11.61%	-30.55%	52.45%	20.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	21.95	19.67	17.39	15.11	毛利率	19.53%	16.89%	18.31%	18.51%
无形资产和开发支出	8.53	7.51	6.48	5.46	三费率	9.59%	10.54%	10.55%	10.56%
其他非流动资产	79.44	79.05	78.66	78.27	净利率	6.78%	4.62%	5.64%	5.77%
资产总计	2446.44	2589.24	3002.83	3421.86	ROE	13.81%	9.29%	12.55%	13.37%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.97%	6.02%	7.86%	8.27%
应付和预收款项	787.68	837.01	1030.92	1200.48	ROIC	21.07%	14.60%	20.59%	20.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.14%	6.09%	7.48%	7.67%
其他负债	70.06	74.82	89.66	103.52	营运能力				
负债合计	857.74	911.83	1120.58	1304.01	总资产周转率	1.60	1.34	1.50	1.53
股本	423.23	423.23	423.23	423.23	固定资产周转率	139.49	163.74	228.68	306.09
资本公积	507.70	507.70	507.70	507.70	应收账款周转率	2.57	2.44	2.65	2.58
留存收益	634.47	746.89	952.84	1189.78	存货周转率	36.10	37.30	39.56	38.78
归属母公司股东权益	1588.38	1677.82	1883.77	2120.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.06%	—	—	—
少数股东权益	0.32	-0.41	-1.52	-2.86	资本结构				
股东权益合计	1588.70	1677.41	1882.25	2117.85	资产负债率	35.06%	35.22%	37.32%	38.11%
负债和股东权益合计	2446.44	2589.24	3002.83	3421.86	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.74	2.74	2.60	2.56
					速动比率	2.66	2.66	2.52	2.48
					股利支付率	0.00%	28.17%	13.19%	16.69%
					每股指标				
					每股收益	0.52	0.37	0.56	0.67
					每股净资产	3.75	3.96	4.45	5.01
					每股经营现金	0.47	0.55	0.17	0.31
					每股股利	0.00	0.10	0.07	0.11
业绩和估值指标									
EBITDA	295.80	205.44	313.20	376.54					
PE	48.18	67.87	44.77	37.35					
PB	6.69	6.33	5.64	5.01					
PS	3.28	3.15	2.54	2.16					
EV/EBITDA	33.03	46.75	30.52	25.16					
股息率	0.00%	0.42%	0.29%	0.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn